

## **Estrutura do conselho de administração e valor das companhias brasileiras**

**Enalto de Oliveira Gondrige<sup>†</sup>**

*Secretaria de Estado da Fazenda do Estado de Santa Catarina*

**Ademir Clemente<sup>Ω</sup>**

*Universidade Federal do Paraná – UFPR*

**Márcia Maria dos Santos Bortolucci Espejo<sup>‡</sup>**

*Universidade Federal do Paraná - UFPR*

### **RESUMO**

Este estudo tem por objetivo investigar a relação entre a estrutura dos conselhos de administração e o valor das companhias brasileiras de capital aberto. A análise é conduzida tomando como referência um conjunto de 208 empresas brasileiras listadas na Bovespa, no ano de 2008. A contribuição do estudo se dá em avaliar o nível de aderência às recomendações do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) no que se refere à estrutura do conselho de administração e sua relação com o valor de mercado. Utilizando-se análise de regressão linear múltipla, três variáveis foram estudadas: nível de independência do conselho (Indep), acúmulo de cargo pelo executivo principal (CeoPowerful) e número de membros do conselho (Nmembros). A variável Nmembros apresentou significância estatística, indicando relação positiva entre empresas mais valorizadas e o tamanho dos conselhos de administração.

**Palavras-Chave:** Governança corporativa; conselho de administração; Q de Tobin.

*Recebido em 15/03/2011; revisado em 17/11/2011; aceito em 14/12/2011; divulgado em 13/08/2012*

**\*Autor para Correspondência:**

<sup>†</sup> Mestre em Contabilidade pela  
Universidade Federal do Paraná – UFPR  
**Vínculo:** Secretaria de Estado da Fazenda  
do Estado de Santa Catarina  
**Endereço:** Rod. SC 401, Km 05, 4600,  
Florianópolis – SC – Brasil.  
**E-mail:** [enaltogondrige@hotmail.com](mailto:enaltogondrige@hotmail.com)  
**Telefone:** (47) 3643-6926

<sup>Ω</sup> Pós-doutorado na Universidade de  
Londres  
**Vínculo:** Professor da Universidade  
Federal do Paraná - UFPR  
**Endereço:** Av. Pref. Lothário Meissner,  
632 – 1º Andar, Jardim Botânico –  
Curitiba – PR – Brasil  
**E-mail:** [ademir@ufpr.br](mailto:ademir@ufpr.br)  
**Telefone:** (41) 3360-4413

<sup>‡</sup> Doutorado em Controladoria e  
Contabilidade Universidade de São Paulo  
**Vínculo:** Professora da Universidade  
Federal do Paraná - UFPR  
**Endereço:** Av. Pref. Lothário Meissner,  
632 – 1º Andar, Jardim Botânico –  
Curitiba – PR – Brasil  
**E-mail:** [marciabortolucci@ufpr.br](mailto:marciabortolucci@ufpr.br)  
**Telefone:** (41) 3360-4193

**Nota do Editor:** Esse artigo foi aceito por Bruno Funchal



Este trabalho foi licenciado com uma Licença [Creative Commons - Atribuição 3.0 Não Adaptada](https://creativecommons.org/licenses/by/3.0/).

## 1 INTRODUÇÃO



s recentes perdas reconhecidas por algumas empresas brasileiras — Sadia, Aracruz, Votorantin — em operações com instrumentos financeiros derivativos colocaram os controladores de empresas em crise e os investidores em rota de colisão. Estes fatos retomam a discussão acerca dos conflitos de agência — amplamente discutidos por Jensen e Meckling (1976) — e mecanismos de governança corporativa.

Tais mecanismos decorrem da mudança nas relações de propriedade e controle. O conselho de administração é um dos principais mecanismos de governança, cujo principal objetivo é minimizar os problemas de agência que podem surgir, mediante monitoramento dos executivos (FAMA; JENSEN, 1983a, 1983b). Essa monitoração realizada por parte dos membros do conselho de administração é necessária para a proteção dos interesses de todos os acionistas (JENSEN, 1993).

O conselho de administração ocupa uma posição proeminente na governança das corporações, executa a função crítica de acompanhamento e assessoramento dos gestores. Andrade *et al* (2009, p. 6) ressaltam que “O conselho de administração é visto como um órgão que tem a responsabilidade de decidir em nome dos proprietários.”. O senso comum sugere que um maior nível de independência do conselho permite um acompanhamento mais eficaz e, conseqüentemente, melhora o desempenho das organizações (COLES; DANIEL; NAVENN, 2008).

Apesar desta importância e de ser amplamente estudada, na medida em que os conselhos de administração atuam nos interesses dos acionistas e são eficazes no controle dos conflitos de agência entre gestores e acionistas, permanece uma questão: qual a relação entre estrutura do conselho e desempenho corporativo? A essência da discussão acerca da governança corporativa baseia-se na possível influência que a estrutura de governança corporativa – mecanismos internos e externos – possa exercer sobre os resultados das organizações.

Vários estudos têm documentado que conselhos mais independentes (maioria de *outsiders*) resultam em decisões mais alinhadas aos interesses ou à perspectiva dos acionistas na realização de diversas tarefas, tais como contratação e demissão do CEO (*chief executive officer*) (WEISBACH, 1988), adoção de medidas *anti-takeover* (aquisições hostis) (BRICKLEY COLES e TERRY, 1994), e políticas de remuneração (BYRD;

HICKMAN,1992; COTTER; SHIVDASANI; ZENNER, 1997 *apud* COLES; DANIEL; NAVENN, 2008).

As evidências a partir destes estudos sobre a eficácia dos conselhos são bastante variadas. Alguns estudos indicam que conselhos de administração cuja proporção de membros independentes é maior torna as decisões mais alinhadas aos interesses dos acionistas (HELLAND; SYKUTA, 2003; PANASIAN; PREVOST; BHABRA, 2004; ANDRADE *et al*, 2009). Outros estudos não encontraram qualquer relação ou encontraram uma relação negativa entre desempenho, valor de mercado (Q de Tobin) e composição do conselho de administração (YERMACK, 1996; EISENBERG; SUNDGREN; WELLS, 1998; BHAGAT; BLACK, 1999).

A crise da bolsa em 2008 criou um foco de tensão — a relação entre conselho de administração, investidores e controladores — nas empresas que mais sofrem com a queda das ações e conseqüentemente queda do seu valor de mercado. Em empresas fechadas o conselho de administração é apenas uma peça teatral na qual os protagonistas apenas ratificam as decisões dos controladores. Em companhias abertas, o conselho de administração tem o dever de defender os interesses do negócio (JENSEN,1986), ou podem responder pessoalmente por prejuízos causados aos acionistas. Neste sentido, a independência do conselho é recomendável e pressupõe boa prática de governança (AGRAWAL e KNOEBER, 1996).

Dentre as recomendações do IBGC por meio do código de melhores práticas de governança corporativa (CMPGC), destaca-se a estrutura do conselho de administração. Independentemente de sua forma de constituição, toda organização deve ter conselho de administração eleito pelos sócios cuja principal missão é “proteger e valorizar o patrimônio, bem como maximizar o retorno do investimento” (CMPGC, 2004, p.18).

Entre as competências do conselho de administração destaca-se a definição da estratégia, a eleição e destituição do executivo principal (CEO), a aprovação da escolha ou da dispensa dos demais executivos por proposta do CEO, o acompanhamento da gestão e o monitoramento dos riscos. Essas atividades afetam diretamente a geração de fluxos de caixa que por conseqüência influenciam o valor das ações das companhias. Desta forma a questão de pesquisa que orienta o presente estudo é: **Existe relação entre a estrutura do conselho de administração e o valor das companhias brasileiras de capital aberto listadas na Bovespa?**

Este estudo tem por objetivo principal investigar se há relação entre a estrutura do conselho de administração e o valor das companhias brasileiras de capital aberto listadas na

Bovespa. Como objetivos secundários têm-se analisar a evolução das práticas de governança corporativas no que se refere à independência ao tamanho dos conselhos e ao acúmulo de cargo de presidente pelo executivo principal nos conselhos de administração.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

A revisão da literatura contemplará reflexões acerca da separação de propriedade e controle, aspectos relativos à governança corporativa e seus mecanismos e o conselho de administração.

### **2.1 Separação de propriedade e controle**

Jensen e Meckling (1976, p.308) definem um relacionamento de agência como “um contrato no qual uma ou mais pessoas (os principais) contratam outra pessoa (o agente) para executar algum serviço em seu nome que envolve delegar alguma autoridade para a tomada de decisão do agente”. O relacionamento entre os acionistas e gerentes de uma empresa com propriedade difusa é um exemplo clássico de uma relação de agência.

Segundo Ross (1973), a relação de agência é a mais antiga e comum forma de interação social. Essencialmente todas as modalidades de contratos, como entre empregador e empregado, entre governo e governados, contêm elementos importantes de agência. Uma relação de agência existe entre duas ou mais partes, quando uma, denominada como agente, em nome ou como representante de outra, denominada como principal, decide em nome do principal.

Com efeito, observa-se que a relação principal-agente não aparece exclusivamente na firma. Pode aparecer, por exemplo, quando se elege um representante político ou quando se emite uma procuração a alguém. Entretanto, tal relação não está presente em todos os contratos da firma, por exemplo, contratos com fornecedores e clientes, mas apenas naqueles contratos cujas partes relacionadas são os proprietários e os gestores executivos (IUDÍCIBUS e LOPES, 2004).

Assim, a relação de agência envolve algum grau de delegação de poder do principal para o agente para que este decida em nome daquele. Tal relação pode indicar a busca de profissionalismo, uma vez que o proprietário delega ao gestor executivo a incumbência de gerenciar e maximizar seus recursos. Jensen e Meckling (1976) argumentam que, se as partes agem com propósito de maximização das suas utilidades pessoais, há uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre em benefício dos interesses do principal. Tais

divergências de interesse podem ser mitigadas mediante criação de políticas de remuneração adequadas para o agente e ainda estabelecer alguma forma de monitoramento das atividades do gestor.

Todavia, quando o gestor é o único proprietário do capital de uma empresa, não existe uma separação de propriedade e de controle e, portanto, nenhum problema de agência existe entre o gerente e o proprietário uma vez que as duas funções estão unificadas. Em contrapartida, quando a propriedade é difusa entre muitos investidores externos, como no caso da maioria das corporações de capital aberto, a separação da propriedade e do controle leva a potencial divergência entre os interesses dos proprietários e gestores.

## **2.2 Governança Corporativa**

### **2.2.1 Conceito e Definição de Governança Corporativa**

Governança corporativa, para Shleifer e Vishny(1997), é o mecanismo pelo qual o investidor assegura o retorno do capital investido. E, ainda, conjunto de restrições que os administradores aplicam sobre si próprios ou que os investidores aplicam sobre os executivos, com objetivo de reduzir a má aplicação dos recursos *ex post* e incentivar os investidores a investirem mais recursos *ex ante*.

De acordo com La porta *et al* (2000, p.4) “governança corporativa é o conjunto de mecanismos por meio dos quais os investidores (*outsiders*) se protegem contra a expropriação dos executivos (*insiders*)”. No Brasil, Carvalhal-da-Silva e Leal (2007, p. 23) definem governança corporativa como “[...] mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa. Governança corporativa é um conjunto de regras que visam minimizar os *problemas de agência*.” Tais problemas ocorrem quando os interesses entre o executivo e acionista são conflitantes. Embora o executivo deva agir sempre com objetivo de maximizar a riqueza do acionista, há situações nas quais isso não ocorre, dando margem ao surgimento do comportamento oportunista do executivo.

### **2.2.2 Escopo da Governança Corporativa**

Segundo Hart (1995, p.678), governança corporativa é útil em uma empresa se duas condições estiverem presentes. Em primeiro lugar, deve haver um problema de agência ou conflito de interesses entre membros da organização, podendo ser entre proprietários, gestores, trabalhadores ou consumidores. Segundo, por serem os custos de transação de tal

ordem que o problema de agência não possa ser resolvido por meio de contrato, ou seja, há o chamado contrato incompleto.

Argumenta o autor que na ausência de conflito de agência, todos os indivíduos associados à organização podem ser instruídos no sentido de maximizar a riqueza dos proprietários ou o valor da empresa ou minimizar os custos. Os indivíduos estariam preparados a desempenhar suas atividades independentemente de como as organizações conduzissem suas atividades. Nesta situação, incentivos financeiros não seriam necessários para motivar as pessoas. Também não seria necessária uma estrutura de governança para resolver divergências que não existiriam.

### **2.2.3 Mecanismos de Governança Corporativa**

Segundo Jensen (1993), existem quatro forças de controle que atuam sobre a empresa para resolver os problemas causados por divergência entre as decisões dos gestores e aquelas que são adequadas no ponto de vista da sociedade, quais sejam: mercados de capitais, sistema legal e regulatório, forças competitivas de mercados, e mecanismos internos de controle.

Ao analisar determinado mecanismo de governança corporativa, há realmente duas questões primordiais. Primeiro, o mecanismo em questão servirá para alinhar os interesses dos gestores e dos acionistas—e, em caso afirmativo, como? Em segundo lugar, o mecanismo em questão tem um impacto significativo sobre o desempenho ou o valor da empresa?

Shleifer e Vishny (1997, p.14-15) apontam que a maior parte das evidências de que os gestores nem sempre agem no interesse dos seus acionistas provém de muitos estudos de eventos que têm sido realizados. Nestes estudos, os pesquisadores avaliam se há reação anormal no preço das ações ao anúncio de um determinado tipo de evento. Se a reação é, em média, significativamente negativa, então isso sugere que a medida não é em geral do interesse dos acionistas.

Isso permite abordar a primeira pergunta, sobre se um determinado mecanismo de governança corporativa reduz a distância entre os interesses dos gestores e dos acionistas. Segundo Denis (2001, p. 197) “se um determinado mecanismo diminui a probabilidade de que um gestor irá realizar alguma medida que reduza o valor da ação do acionista, assim, esse mecanismo parece alinhar os interesses dos gestores e acionistas, pelo menos em certa medida”. Na visão da autora o mesmo se pode dizer se a reação do preço das ações para determinado evento estiver positivamente relacionado com a presença de um determinado mecanismo de governança.

Considerando que os interesses dos acionistas no que diz respeito aos seus investimentos sejam meramente financeiros (HE e SOMMER, 2006), teoricamente se um mecanismo alinha os interesses entre gestores e acionistas, automaticamente deveriam resultar também na maximização dos investimentos dos acionistas (DENIS, 2001). No entanto, pode ser difícil encontrar evidência empírica consistente com essa afirmação, mesmo se isso for verdade. Além disso, as evidências sugerem que as relações entre um mecanismo de governança corporativa e valor da empresa devem ser interpretadas com cuidado, pois podem ser espúrias. O grande desafio nestes estudos é a endogeneidade (BÖRSCH-SUPAN e KÖKE, 2000; HERMALIN e WEISBACH, 2003) que se apresenta tanto como uma maldição como um desafio nos estudos empíricos sobre governança corporativa.

#### 2.2.4 O conselho de Administração

Antes de tudo, deve-se refletir sobre uma pergunta: por que os conselhos de administração existem? Segundo Hermalin e Weisbach(2003), uma resposta possível é que eles sejam simplesmente um produto do sistema legal e regulatório, decorrente de imposição do estado ou imposição das bolsas de valores mediante códigos de governança ou níveis de diferenciados de governança. A maioria das empresas é obrigada a ter um conselho que reúne um grande número de exigências: deve ter, pelo menos, no caso brasileiro, três membros;

deverá reunir-se com alguma regularidade; pode ser necessário que ele tenha várias comissões, e uma fração dos diretores tem de possuir algum nível de independência de gestão.

No entanto, esta afirmação pode não ser uma verdade absoluta. Conselhos de administração são prevalentes em todo o mundo, em uma variedade de organizações comerciais e sem fins lucrativos; mais importante ainda, a existência destes conselhos antecede estes regulamentos (HERMALIN e WEISBACH, 2003). Além disso, Hermalin e Weisbach (2003, p. 9)

afirman que “se os conselhos existissem simplesmente para satisfazer os requisitos regulamentares, estes representariam custos para as empresas, que posteriormente, mediante *lobbying*, seriam eliminados dos regulamentos, pelo menos em alguns lugares no mundo.”

Todavia, as evidências disponíveis sugerem o contrário. A legislação fixa um número mínimo de membros. No entanto, na prática, os conselhos são geralmente muito maiores do que o exigido por lei. Neste estudo constatou-se que, em 570 empresas de capital aberto, mais de noventa por cento delas possuem mais de três membros. Assim, se a existência dos conselhos fosse simplesmente fruto de ficções legais, as organizações aplicariam o mínimo exigido pela legislação.



Dada a sua prevalência ao longo do tempo em diferentes formas organizacionais, deve haver uma explicação para a existência dos conselhos diferente de apenas fruto de regulamentação. Segundo Hermlin e Weisbach (2003), a mais plausível hipótese é que os conselhos são uma solução para alguns problemas organizacionais, determinados endogenamente nas organizações e que solucionariam problemas de agência comum em grandes empresas.

De acordo com o CMPGC (2004), independentemente de sua forma societária e de capital aberto ou fechado, toda organização deve possuir conselho de administração eleito pelos sócios, cuja principal missão é proteger e valorizar o patrimônio, bem como maximizar o retorno do investimento. A independência do conselho de administração em relação à gestão das companhias é um dos atributos indispensáveis e está relacionada à presença de conselheiros externos. Segundo Carvalho-da-Silva e Leal (2005), um conselho independente pressupõe boa prática de governança uma vez que tal conselho é responsável por avaliar a diretoria e por substituí-la, caso seja o interesse dos acionistas. No mesmo sentido Hart (1995, p.5) afirma que o controle da gestão é assegurado pelo conselho de administração.

Dentre as competências do Conselho de Administração, destaca-se a “[...] definição da estratégia, a eleição e a destituição do principal executivo, a aprovação da escolha ou da dispensa dos demais executivos sob proposta do executivo principal (CEO), o acompanhamento da gestão, o monitoramento dos riscos e a indicação e substituição dos auditores independentes” (CMPGC, 2004, p. 11).

Segundo Carvalho-da-Silva e Leal (2005), o tamanho do conselho é um importante mecanismo de controle, uma vez que uma das atribuições deste é monitorar a administração da companhia. No mesmo sentido Jensen (1993, p. 34), argumenta que o conselho de administração é o principal fator de sucesso de um sistema de controle interno e, mais do que isso, ele define as regras do jogo para o CEO e tem responsabilidade final sobre o funcionamento da organização. Na avaliação de Jensen (1993) e Lipton e Lorsch (1992), conselhos com mais de sete ou oito membros são menos eficientes do que conselhos menores.

### 3 METODOLOGIA

Nesta seção apresentam-se o método e os procedimentos da pesquisa visando responder a seguinte questão de pesquisa: **Existe relação entre a estrutura do conselho de administração e o valor das companhias brasileiras de capital aberto listadas na Bovespa?**



### 3.1 Definição da População e Amostra

Neste estudo consideraram-se informações anuais relativas aos Balanços Patrimoniais e Demonstrativos de Resultados do Exercício, obtidas junto ao banco de dados Economática®. Além disso, também foram considerados os Relatórios de Informações Anuais (IAN) e Relatórios de Informações Trimestrais, que as empresas remetem à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Destarte, foram estudadas empresas de 19 setores econômicos, os quais estão relacionados na Tabela 1.

**TABELA 1 - FREQUÊNCIA DAS EMPRESAS PARTICIPANTES DA PESQUISA POR SETOR DA ECONOMIA**

Setor	Frequência	%	Setor	Frequência	%
Agro e Pesca	4	1,9	Papel Celulose	4	1,9
Alimentos e Bebidas	16	7,7	Petróleo e Gás	3	1,4
Comércio	10	4,8	Química	10	4,8
Construção	23	11,1	Siderurgia & Metalurgia	16	7,7
Eletroeletrônicos	5	2,4	Software e Dados	1	0,5
Energia Elétrica	21	10,1	Telecomunicações	11	5,3
Máquinas Industriais	4	1,9	Têxtil	15	7,2
Mineração	2	1,0	Transporte Serviços	9	4,3
Minerais Não Metálicos	3	1,4	Veículos e peças	10	4,8
Outros	41	19,7			
			<b>Total</b>	<b>208</b>	<b>100</b>

Nota: a classificação das empresas em setores deu-se segundo critérios da Economática®.

**TABELA 2 - FREQUÊNCIA DAS EMPRESAS PARTICIPANTES DA PESQUISA POR SEGMENTO**

Setor	Frequência	%	Setor	Frequência	%
Tradicional Bovespa	82	39,4	Nível 1	29	13,9
BDR	2	1,0	Nível 2	9	4,3
Balcão Organizado Tradicional	1	0,5	Novo Mercado	85	40,9
			<b>Total</b>	<b>208</b>	<b>100</b>

Nota: a classificação das empresas em setores deu-se segundo critérios da Economática®.

Em setembro de 2008 havia 536 empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, das quais, considerando-se apenas as empresas manufatureiras com dados disponíveis até o

terceiro trimestre do ano estudado, 227 possuíam dados no banco de dados da Economática®. Após a coleta e tabulação dos dados, procedeu-se à exclusão das empresas cujos dados apresentavam-se inconsistentes ou incompletos, resultando em um total de 208 empresas.

### 3.2 Definição Teórica e operacional das variáveis

Este estudo tem por objetivo investigar se a composição do conselho de administração relaciona-se com o valor de mercado das companhias abertas brasileiras. A composição do conselho de administração atua como variável independente, enquanto que o valor da companhia atua como variável dependente. A escolha das variáveis — dependente, independentes e de controle — tem como embasamento os estudos de Panasian, Prevost e Bhabra (2004), Bhagat e Black (1999), FÜRST e Kang (2000), Yermack (1996), Coleman e Biekpe (2005), Cheng (2008), Silveira Barros e Fama (2003), Silveira (2004) e Carvalhal-da-Silva (2002).

#### 3.2.1 Definição Teórica e operacional das variáveis Independentes

A legislação societária brasileira determina que o conselho de administração seja composto por, no mínimo, três membros. Já o código de melhores práticas de governança corporativa recomenda que a estrutura de tal conselho tenha entre cinco e nove conselheiros, dependendo do perfil da sociedade. Recomenda também, para que não haja concentração de poder em prejuízo de supervisão adequada da gestão, que seja evitado o acúmulo das funções de presidente do Conselho e de executivo principal (CEO). Desta forma, a estrutura do conselho de administração neste estudo é definida pela utilização de três variáveis independentes:

✓Executivo principal (CEO) ocupando o cargo de presidente do conselho de administração — variável binária, na qual:

$CeoPowerful = 1$ , se o executivo principal ocupar também o cargo de presidente do conselho de administração.

$CeoPowerful = 0$ , se o cargo de presidente do conselho não for ocupado pelo executivo principal.

✓Nível de independência do conselho de administração: *proxy* (proporção de externos menos proporção de internos). Esta variável é definida com base no estudo de Bhagat e Black(2001), Silveira, Barros e Fama (2003). A despeito de outros estudos considerarem

apenas o total de externos em relação ao total de membros, utiliza-se esta metodologia por ser relativizada à proporção de membros internos.

$$\text{Indep} = \left( \frac{\text{EXT}}{\text{TOTAL}} \right) - \left( \frac{\text{INT}}{\text{TOTAL}} \right) \quad (1)$$

Indep – Nível de independência do conselho de administração;

Total – Total de membros do conselho de administração;

Ext – número de membros que não exercem função de executivos;

Int – número de membros que exercem função de executivos.

✓ Tamanho do conselho – NMembrs, variável representada pela razão entre o número total de membros e o ativo da empresa. Utiliza-se esta métrica como tentativa de relativizar o tamanho do conselho ao porte das empresas.

### 3.2.2 Definição Teórica e operacional da variável dependente

Este estudo concentra-se na possível relação entre a estrutura do conselho de administração e o valor de mercado das companhias brasileiras. Com propósito de verificar tal consistência utiliza-se o indicador Q de Tobin. Tal indicador tem sido utilizado em vários estudos de governança, por exemplo, Agrawal e Knoeber (1996), Yermack (1996) e Bhagat e Black (1999) Cheng (2008), Panasian, Prevost e Bhabra (2004), Faleye (2007), Silveira, Barros e Fama (2003), Silveira (2004) e Carvalhal-da-Silva (2002). De acordo com Fama e Barros (2000), o Q é definido como a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos e expressa o valor da empresa num sentido de *performance*, tornando-se um indicador prontamente comparável de empresa para empresa. Neste estudo a raiz quadrada do Q de Tobin é utilizado como *proxy* para o valor da corporação. Tal transformação é necessária para se corrigir não-normalidade e heterocedasticidade (HAIR *et al*, 2005).

$$Q = \frac{\text{Valor de Mercado das Ações} + \text{Valor de Mercado das dívidas}}{\text{Valor de Reposição dos ativos}} \quad (2)$$

Exceto o valor de mercado das ações, os demais dados não são observáveis diretamente. Na ausência ou na impossibilidade de obtenção de tais dados utilizam-se aproximações do Q de Tobin. Fama e Barros (2000) sugerem em alternativa aos métodos

“teoricamente corretos”, mas de difícil aplicação prática, a utilização de métodos mais simplificados como Chung e Pruitt (1994), Shin e Stulz (2000). Neste estudo optou-se por utilizar o Q de Tobin estimado pelo modelo de Chung e Pruitt (1994, p. 72), que o definem como:

$$Q \text{ de Tobin} \cong \frac{(VMAO * Qtd) + (VMAP * Qtd) + DIV}{AT} \quad (3)$$

Em que:

VMAO – Valor de mercado das ações ordinárias;

VMAP – valor de mercado das ações preferenciais;

DIV – valor contábil das dívidas de curto e longo prazo menos o ativo circulante, excluído o valor dos estoques;

AT – Ativo total da companhia;

QTD – Quantidade de ações emitidas.

### 3.2.3 Variáveis de controle

Estas variáveis são incluídas no modelo por exercerem algum nível de influência sobre as variáveis dependente e independentes. As seguintes variáveis de controle foram utilizadas:

✓Estrutura de Capital: definida como o grau de alavancagem (Alav), ou seja, a dívida financeira total sobre o ativo total da empresa, ao final de cada exercício anual.

✓Nível de governança corporativa (Ngov): essa variável *dummy* computa 1 para cada empresa que está listada em um dos níveis de melhores práticas de governança corporativa da BOVESPA e 0 para as empresas que não estão.

### 3.2.4 Especificação do Modelo

Tendo por objetivo investigar a possível relação entre estrutura do conselho de administração e o valor das empresas de capital aberto com ações negociadas na bolsa de valores de São Paulo e ainda avaliar se tais empresas seguem as recomendações do IBGC foi estimado o seguinte modelo econométrico:

$$Q_i = \beta_0 + \beta_1 Indep_i + \beta_2 NMembros_i + \beta_3 CeoPowerful_i + \beta_4 Alav_i + \beta_5 Ngov + \varepsilon_i$$

(4)

Em que:

$Q_i$  – *proxy* para o valor de mercado das empresas, razão entre o valor de mercado das dívidas e o valor de reposição dos ativos;

$\beta_0$  = é o intercepto do modelo de regressão;

$Indep_i$  – nível de independência do conselho de administração;

$NMembros_i$  – total de membros do conselho relativizados em relação ao tamanho da empresa;

$CeoPowerful_i$  – variável binária que identifica a presença ou não de acúmulo de cargo pelo executivo principal;

$Alav_i$  – razão entre as dívidas totais e o ativo total;

$Ngov_i$  – Nível de governança corporativa, *Dummy* para empresas com níveis diferenciados.

$\varepsilon_i$  - termo de erro aleatório do modelo.

### 3.3 Coleta dos dados

A coleta dos dados ocorreu de forma secundária por meio dos sites da Bolsa de Valores de São Paulo pelo sistema de Divulgação Externa ITR/DFP/IAN, da Comissão de Valores Mobiliários, e do *software* Economática<sup>®</sup>. Coletaram-se as informações sobre a composição dos conselhos de administração do banco de dados da Bovespa no terceiro trimestre de 2008, informações mais recentes de cada empresa considerando apenas os membros efetivos. As informações financeiras que compõem a *proxy* Q de Tobin são valores acumulados entre o mês de janeiro até o mês de setembro do exercício de 2008.

### 3.4 Tratamento dos Dados

Foram utilizados para a realização desse estudo:

- a) Teste de Normalidade de Jarque-Bera: confirmar se um conjunto de dados segue distribuição normal;
- b) Teste de Homocedasticidade de Breusch-Pagan: verifica se os termos de erro do modelo de regressão linear possuem a mesma variância;
- c) Teste F e t;

## d) Análise de regressão linear múltipla.

Adota-se para a interpretação dos resultados o nível de significância  $\alpha$  de 5%, ou seja,  $\alpha = 0,05$ . Desse modo, quando o *p-value* de um teste de hipótese for menor que o valor escolhido de  $\alpha$ , o procedimento de teste conduz à rejeição da hipótese nula (HILL, GRIFFITHS, JUDGE, 2006, p.119).

#### 4 Análise dos Resultados

##### 4.1 Estatística Descritiva da composição dos conselhos

As informações relativas às variáveis de estrutura do conselho de administração estão resumidas nas tabelas a seguir.

**TABELA 3 – COMPOSIÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NO ANO DE 2008**

	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Independência	0,40	1,00	0,8574	0,13893
Independência(proporção int-proporção ext)	-0,20	1,00	0,7149	0,27786
Total de Membros	2	17	7,0817	2,75366
Q Tobin <sub>ajust</sub>	,34	2,00	1,0168	0,33157
Externos	2	16	6,1971	2,86316
Internos	0	4	,8846	0,90418

Na tabela 3, que sintetiza as informações de todas as companhias integrantes da amostra, pode-se observar que em média 85,74% dos conselheiros não desempenham atividades executivas na organização e que, em média, quando se considera independência como diferença de proporção entre externos e internos, o percentual de independência diminui para 71,49%. O total de membros do conselho de administração, em média 7,08, está dentro do intervalo entre cinco e nove membros recomendado pelo código de melhores práticas de governança corporativa do IBGC como também pelo tamanho sugerido por Lipton e Lorsch (1992) e Jensen (1993).

Estes resultados são semelhantes aos encontrados por He e Sommer (2006), que verificaram naquele estudo que os conselhos em média possuem 9 membros e o percentual de *outsiders* (não familiares e não executivos) é em média de 78%. Andrade *et al* (2009), analisaram 147 empresas no período de 2004 a 2006 e evidenciaram resultado semelhante quanto à independência dos conselhos, verificou-se que na amostra estudada, em média, 88%

do tamanho do conselho de administração é composto por pessoas independentes. Os estudos de Yermack (1996), Eisenberg, Sundgren e Wells (1998), indicam associação negativa entre tamanho do conselho e desempenho corporativo. Segundo Cheng (2008) esta relação é consistente com a visão de que coordenação e comunicação tende a diminuir à medida que o tamanho do conselho aumenta.

Lipton e Lorsch (1992) argumentam que normalmente os conselheiros não criticam as políticas dos gestores ou não avaliam com imparcialidade o desempenho corporativo. Estes problemas são mais acentuados em conselhos de administração maiores, porque a eficiência no monitoramento diminui à proporção do tamanho do conselho. Segundo Lipton e Lorsch (1992, p. 14), quando um conselho possui mais de dez membros, torna-se mais difícil para todos expressarem suas idéias e opiniões no pouco tempo disponível.

Da mesma forma, Jensen (1993, p.44) conclui que, “quando um conselho possui mais de sete ou oito membros, estes têm menos probabilidade de funcionar eficazmente e são mais fáceis de serem controlados pelo CEO”. Quando um conselho é maior, é mais difícil para a empresa organizar as reuniões e mais difícil ainda chegar a um consenso. Como consequência, maiores conselhos são menos eficientes e mais lentos na tomada de decisão. Por outro lado, Cheng (2008), encontrou relação inversa entre tamanho do conselho e variabilidade do desempenho corporativo.

**TABELA 4 - MATRIZ DE CORRELAÇÃO DE PEARSON ENTRE AS VARIÁVEIS ESTUDADAS**

	Q de Tobin	Indep	NMembros	CeoPowerful	Alav	NGov
Q de Tobin	1	-,026	,290**	-,041	,275**	-,097
Sig.		,705	,000	,553	,000	,162
Indep	-,026	1	-,063	-,566**	-,079	,224**
Sig.	,705		,363	,000	,257	,001
NMembros	,290**	-,063	1	,130	,493**	-,279**
Sig.	,000	,363		,062	,000	,000
CeoPowerful	-,041	-,566**	,130	1	,055	-,153
Sig.	,553	,000	,062		,426	,027
Alav	,275**	-,079	,493**	,055	1	-,315**
Sig.	,000	,257	,000	,426		,000
NGov	-,097	,224**	,279**	-,153*	-,315**	1
Sig.	,162	,001	,000	,027	,000	

\* Correlação Significativa ao nível de 0.05 (bilateral)

\*\* Correlação significativa ao nível de 0.01 (bilateral)



Os resultados obtidos evidenciam correlação positiva entre o tamanho do conselho de administração e Q de Tobin, indicando que quanto maior o conselho de administração maior é o valor das companhias. Entre as variáveis Alav e Nmembrs ocorre correlação positiva moderada, indicando que empresas mais alavancadas possuem maiores conselhos. A variável Ceopowerful apresentou correlação negativa significativa em relação ao nível de independência, indicando que quanto maior o conselho, menor a probabilidade de acúmulo de cargo do executivo principal na presidência do conselho de administração, resultado bastante semelhante ao encontrado por Andrade *et al* (2009). A variável NGov apresenta correlação positiva com as variáveis Indep e NMembrs, indicando que as empresas com níveis diferenciados de governança possuem maiores conselhos e com maior proporção de membros externos à organização.

Estes resultados devem ser analisados com cautela uma vez que há diferenças metodológicas quando às métricas das variáveis em estudo. Os resultados mais relevantes indicam ausência de correlação entre Q de Tobin e nível de independência e correlação positiva entre Q de Tobin e tamanho do conselho. À medida que o tamanho do conselho de administração aumenta o desempenho corporativo também aumenta.

Na tabela 5 são apresentadas as recomendações do CMPGP (2004) no que se refere à composição dos conselhos de administração— tamanho do conselho entre cinco e nove membros, pessoas distintas ocupando os cargos de executivo principal e presidente do conselho— e o respectivo nível de aderência das companhias brasileiras integrantes da amostra.

TABELA 5 – RECOMENDAÇÃO DO IBGC

Categoria	Frequência	%
Conselhos com menos de cinco membros	31	14,90
<b>Conselhos entre cinco e nove membros</b>	<b>143</b>	<b>68,8</b>
Conselhos com mais de nove membros	34	16,30
Total	208	100
<b>Pessoas distintas nos cargo de Diretor executivo e Presidência do Conselho</b>	<b>145</b>	<b>69,70</b>

Estes resultados mostram que a maioria das companhias segue as recomendações do CMPGC (2004) no que se refere ao tamanho do conselho. Verifica-se que 68,8% das empresas seguem tal recomendação. Em contraposição 14,9% das empresas possuem

conselho de administração com menos de cinco membros. Com relação ao acúmulo de cargo de CEO e *chairman*, a legislação brasileira permite que as funções sejam desempenhadas pela mesma pessoa. Neste estudo evidencia-se que, em 31,3% das observações o CEO e o *chairman* são a mesma pessoa. Ventura (2000) *apud* Leal e Oliveira (2002, p.23) verificou que isso ocorria em 41% das empresas. Nota-se assim uma evolução no que se refere à recomendação de pessoas distintas desempenhando tais funções.

## 4.2 Análise de Regressão Linear Múltipla

### 4.2.1 Verificação dos pressupostos

O modelo normal de regressão linear pressupõe que cada termo de erro seja distribuído normalmente, ou seja, de modo mais compacto  $\mu_i \sim N(0, \sigma^2)$ , Gujarati (2006, p.88). Tendo por objetivo verificar tal premissa procedeu-se ao teste de normalidade de Jarque-Bera. De acordo com Sartoris (2003, p. 253), este teste baseia-se em medidas de assimetria e curtose, sob a hipótese nula de que os resíduos sejam normalmente distribuídos. A estatística *JB* converge assintoticamente para uma distribuição  $\chi^2$  com dois graus de liberdade. Estes resultados indicam que os resíduos seguem distribuição normal, rejeitando-se assim a hipótese de violação da premissa do modelo de regressão.

**TABELA 6 - TESTE DE NORMALIDADE DOS RESÍDUOS JARQUE-BERA**

<i>X-squared</i>	<i>DF</i>	<i>p-value</i>
0.3711	2	0.8306

A multicolinearidade está presente quando ocorre alta correlação entre duas ou mais variáveis explicativas (SARTORIS, 2003; GUJARATI, 2006). Nota-se na tabela 4 que não há alta correlação entre as variáveis explicativas. Segundo Sartoris (2003, p.294) e Gujarati (2006, p. 285), outra forma de identificar a multicolinearidade é a obtenção de um teste F altamente significativo acompanhado de estatísticas *t* pouco significativas para os coeficientes. De acordo com Gujarati (2006, p. 280), “mesmo que a multicolinearidade seja muito alta, como no caso da *quase multicolinearidade*, os estimadores de mínimos quadrados ordinários ainda guardarão a propriedade de melhores estimadores lineares não tendenciosos”. Ainda, segundo o autor, a multicolinearidade imperfeita não viola nenhum pressuposto do Modelo Clássico de Regressão Linear (MCRL) e só seria um problema sério se os coeficientes de correlação entre os regressores fossem superiores a 0,8. Considerando que nenhuma das variáveis superou 0,8, assume-se neste estudo a ausência de multicolinearidade.

Consoante Gujarati (2006, p. 314), a heterocedasticidade pode decorrer da presença de dados discrepantes, da omissão de variáveis importantes para o modelo e ainda de característica intrínseca de fenômenos de natureza econômica. O teste de Breusch-Pagan verifica a hipótese nula de que a variância dos efeitos não observáveis é igual a zero. Quando a variância dos termos de erro é crescente ou flutuante, diz-se que os dados são *heteroscedásticos* (Tabela 7).

**TABELA 7: TESTE DE HOMOCEDASTICIDADE BREUSCH-PAGAN**

BP	df	p-value
10.9551	5	0.05228

Segundo Gujarati (2006, p.332), o teste de Breusch-Pagan converge assintoticamente para uma distribuição  $\chi^2$  qui-quadrado com (m-1) graus de liberdade. Assim, o valor crítico ao nível de 5% é 11,0705. Portanto como o valor calculado é menor, não se rejeita a hipótese de homocedasticidade.

#### 4.2.2 Análise dos Resultados da Regressão

Como o escopo deste estudo consistiu em verificar se o valor de mercado das companhias de capital aberto pode ser explicado pela estrutura do conselho de administração, efetuou-se regressão linear múltipla com 208 empresas para o exercício de 2008. Segundo Hair *et al* (2005, p.144) “A análise de regressão múltipla, uma forma de modelagem linear geral, é uma técnica estatística multivariada usada para examinar a relação entre uma única variável dependente e um conjunto de variáveis independentes”. Ainda, segundo os autores, a regressão múltipla é o método apropriado quando se deseja avaliar objetivamente o grau e o caráter da relação entre variáveis dependentes e independentes.

**TABELA 8 – RESULTADOS DA REGRESSÃO ENTRE Q DE TOBIN E A ESTRUTURA DO CONSELHO**

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	valor-P
Interseção	1.0004865	0.0909786	10.997	<2e16***
Indep	-0.0806525	0.0973686	-0.828	0.4085
NMembros	0.0020238	0.0007147	2.832	0.0051**
CeoPowerful	-0.0829700	0.0582072	-1.425	0.1556
Alav	0.1328700	0.0597238	2.225	0.0272*
Ngov	0.0107388	0.0487916	0.220	0.8260
R-QUADRADO	0,1162			
R-QUADRADO AJUSTADO	0,0935			

Signif. codes: 0 ‘\*\*\*’ 0.001 ‘\*\*’ 0.01 ‘\*’ 0.05 ‘.’ 0.1 ‘ ’ 1

O coeficiente de determinação ou explicação  $R^2$  ajustado é a medida descritiva da qualidade de ajustamento do modelo. No caso de regressão múltipla o valor de  $R^2$  ajustado representa o efeito combinado de toda a variável estatística na previsão. No presente estudo o  $R^2$  ajustado é de 0,0935, indicando que 9,35% da variação da variável dependente é explicada pelas variáveis independentes.

O modelo de regressão linear múltipla com cinco variáveis independentes, estimado pelo procedimento de mínimos quadrados ordinários. A partir dos testes  $t$  associados aos parâmetros, mostrados na tabela 8, fica evidenciado que as variáveis significativas no modelo são o tamanho do conselho e alavancagem, com coeficientes positivos. Essa constatação, a despeito de ser de baixa correlação, diverge de uma parte da literatura (BHAGAT e BLACK, 1999, 2001; YERMACK, 1996; EISENBERG, SUNDGREN e WELLS, 1998; SILVEIRA, BARROS e FAMA, 2003), a qual afirma não haver relação entre tamanho do conselho e valor das companhias ou haver relação negativa. Todavia, este resultado, ressalvadas as diferenças metodológicas na construção das variáveis, é convergente aos resultados encontrados por Andrade *et al* (2009), em que uma das constatações é que a quantidade total de conselheiros mostrou-se positivamente relacionada ao valor de mercado das companhias.

#### 4.2.3 Análise da Variância

O Teste de F tem por objetivo testar o efeito conjunto das variáveis explicativas sobre a variável dependente. Isso significa verificar se pelo menos uma das variáveis explicativas do modelo exerce efetivamente influência sobre a variável dependente. Para um nível de significância  $\alpha=0,05$  o valor da estatística F calculado é 5,313 maior que o valor tabelado de 4,39. Neste caso como o valor calculado é maior que o valor tabelado rejeita-se  $H_0$ , concluindo-se, com risco de 5%, que existe regressão linear múltipla, isto é, a estrutura do conselho de administração pode prever e explicar a *proxy* (Q de Tobin) de valor de mercado das companhias brasileiras (Tabela 9).

**TABELA 9 – ANOVA**

ANOVA					
	GI	SQ	MQ	Teste F	F de significação
Regressão	5	2.645	0.529	5.313	0.0001308
Resíduo	202	20.112	0.100		
Total	207	22.757			

## 5 CONCLUSÕES

O objetivo principal deste estudo foi investigar se existe relação entre a estrutura do conselho de administração e o valor das companhias brasileiras de capital aberto listadas na Bovespa. As variáveis que apresentaram significância estatística foram o tamanho do conselho e alavancagem positivamente relacionados ao valor da empresa. O estudo permitiu identificar que empresas mais valorizadas tendem a possuir maior número de conselheiros e, em média, um percentual maior de conselheiros independentes.

A variável de nível de independência não apresentou significância estatística, resultado convergente ao encontrado por Andrade *et al* (2009). A variável CeoPowerful não apresentou significância estatística, resultado convergente ao encontrado por Andrade *et al* (2009), contrariando os resultados de Silveira, Barros e Fama (2003), pois tais autores apresentaram resultados que indicam uma maior valorização das empresas cujos cargos de presidente do conselho e executivo principal são ocupados por pessoas distintas.

Os resultados apresentados, apesar de constatarem indícios, não oferecem evidências definitivamente conclusivas, considerando a insignificância de alguns coeficientes entre as variáveis de governança e o valor de mercado. As possíveis causas dessa insignificância podem ser por limitações metodológicas, considerando que o estudo foi desenvolvido para um espaço temporal relativamente pequeno.

Contudo, a presente pesquisa ressalta que os conselhos de administração são parte da solução para os problemas de agência da maioria das organizações. Visualizar os conselhos de administração a partir desta perspectiva é a forma mais útil para estudar o modo como eles são estruturados e sua função.

Como sugestão para estudos futuros, recomenda-se a ampliação do período de análise com uma abordagem de dados em painel, para capturar a evolução dos níveis de aderência às recomendações do IBGC. Também podem ser incluídas outras variáveis, por exemplo, empresas brasileiras que tenham ADR's no exterior, que possibilitem verificar se para estas empresas a estrutura do conselho de administração exerce influência significativa.

## REFERÊNCIAS

AGRAWAL, Anup; KNOEBER, Charles R. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 31, n. 3, p. 377-397, set. 1996.

ANDERSON, Rolph E. et. al. **Análise multivariada de dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

ANDRADE, Lélis Pedro de et al. Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 4, p. 4-31, 2009.

BHAGAT, Sanjai, BLACK, Bernard. The uncertain relationship between board composition and firm performance. **Business Lawyer**, v. 54, p. 921-63, 1999.

BÖRSCH-SUPAN, Axel; KÖKE, Jens. An applied econometricians' view of empirical corporate governance studies. **ZEW discussion papers**, n. 00-17, 2000. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=373383](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=373383)>. Acesso em: 15 jun. 2008.

CARVALHAL-DA-SILVA, André Luiz. **A influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras**. 2003. Tese (Doutorado em Administração) – Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2003.

CARVALHAL-DA-SILVA, André Luiz; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

CARVALHAL-DA-SILVA, André Luiz; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. **Governança Corporativa: evidências empíricas no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2007.

CHENG, Shijun. Board size and the variability of corporate performance. **Journal of Financial Economics**, v. 87, n. 1, p. 157–176, jan. 2008.

CHUNG, Kee H.; PRUITT, Stephen W. A simple approximation of Tobin's Q. **Financial Management**. v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.

COLEMAN, Anthony Kyereboah; BIEKPE, Nicholas. **The relationship between board size, board composition, CEO duality and firm performance: experience from Ghana** (2005). Disponível em: <<http://www.essa.org.za/download/2005conference/kyereboah-coleman.pdf>> Acesso em: Dez/2008.

COLES, Jeffrey L.; DANIEL, Naveen D.; NAVEEN, Lalitha. Boards: does one size fit all? **Journal of Financial Economics**, v. 87, n. 2, p. 329–356, 2008.

COOPER, Donald R.; SCHINDLER, Pámela S. **Métodos de pesquisa em administração**. 7. ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.

COTTER, James F.; SHIVDASANI, Anil.; ZENNER, Marc. Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers? **Journal of Financial Economics**, v. 43, n. 2, p. 195–218, 1997.

DENIS, Diane K. Twenty-five years of corporate governance research ... and counting. **Review of Financial Economics**, v. 10, n. 3, p. 191–212, 2001.

EISENBERG, Theodore; SUNDGREN, Stefan; WELLS, Martin T. Larger board size and decreasing firm value in small firms. **Journal of Financial Economics**, v. 48, n. 1, p. 35-54, 1998.

FALEYE, Olubunmi. Classified boards, firm value, and managerial entrenchment. **Journal of Financial Economics**, v. 83, n. 2, p. 501–529, 2007.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, paper, v. 26, June 1983a.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Agency problems and residual claims. **Journal of Law and Economics**, v. 26, p. 327-350, 1983b.

FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas Ayres B. de C. *Q* de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 7, n. 4, out./dez. 2000.

FÜERST, Oren, KANG, Sok-Hyon. Corporate governance, expected operating performance, and pricing. **Working in Progress**, v. 2.2, Yale School of Management, New Haven, CT, 2000.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria básica**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HART, Oliver. Corporate governance: some theory and implications. **The Economic Journal**, v. 105(430), p. 678-689, May 1995.

HE, Enya.; SOMMER, David W. Separation of ownership from control: implications for board composition. **ARIA Annual Meeting Papers**, p. 1-43, Jul. 2006. Disponível em: <[http://www.aria.org/meetings/2006papers/He\\_Sommer\\_ARIA\\_2006.pdf](http://www.aria.org/meetings/2006papers/He_Sommer_ARIA_2006.pdf)>.

HELLAND, Eric. SYKUTA, Michael. Who's monitoring the monitor? Do outside directors protect shareholders' interests? **Working Paper No. 2003-02**, June 2003.

HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael S. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. **Economic Policy Review**, p. 7-26, Apr. 2003.

HILL, R. Carter; GRIFFITHS, William E.; JUDGE, George G. **Econometria**. São Paulo: Saraiva, 2006.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 3. ed. São Paulo: IBGC, 2004.



IUDÍCIBUS, Sergio de. LOPES, Alexandro Broedel. **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

JENSEN, Michael; MECKLING, Willian. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3(4), p. 305-360, Oct. 1976.

JENSEN, Michael. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **American Economic Review**, v. 76, p. 323-329, 1986.

JENSEN, Michael. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, v. 48, p. 831-880, 1993.

LA PORTA, Rafael et al. Investor protection and corporate finance. **Journal of Financial Economics**, v. 54, p. 471-517, Oct. 2000.

LEAL; Ricardo P. C.; OLIVEIRA; Claudia L. T. An evaluation of board practices in Brazil. **Corporate Governance**, v. 2(3), p. 21-25, 2002.

LIPTON, Martin. LORSCH, W. A modest proposal for improved corporate governance. **Business Lawyer**, v. 48(1), p. 59-77, 1992.

PANASIAN, Cristine; PREVOST, Andrew K.; BHABRA, Harjeet S. Board composition and firm performance: the case of the de report and publicly listed canadian firms. **Working paper**, 2004.

ROSS, Stephen A. The economic theory of agency: the principal's problem. **The American Economic Review**, v. 63(2), p. 134-139, May 1973.

SARTORIS, Alexandre. **Estatística e introdução à econometria**. São Paulo: Saraiva, 2003.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A survey of corporate governnce. **Journal of Finance**, v. 52(2), p. 737-783, June 1997.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas**, v. 43, n. 3, p. 50-64, 2003.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes da relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 254 f. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2004.

SHIN, Hyun-Han; TULZ, Rene M. Firm value, risk, and growth opportunities. **Working Paper**, n. 7808. Cambridge: NBER - National Bureau of Economic Research, 2000.

WEISBACH, Michael S. Outside directors and CEO turn over. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 431-460, 1988.

YERMACK, David. Higher market valuation of companies with a small board of directors. **Journal of Financial Economics**, v. 40, n.3, p. 185-213, 1996.